

学校编码: 10384  
学号: 15620111151936

分类号\_\_密级\_\_  
UDC\_\_

厦 门 大 学

硕士学位论文

我国保险市场与资本市场的互动发展及跨  
市场风险传导研究

陈晓娟

The interactive development and cross-market risk between  
insurance market and capital market in China

指导教师姓名: 许莉 副教授

专 业 名 称: 保 险 学

论文提交日期: 2014 年 3 月

论文答辩时间: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: \_\_

评阅人: \_\_

2014 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

## 摘要

随着金融市场一体化进程的加剧，金融市场中各子市场间的联系愈加密切，单个子市场的风险会通过相互间的作用机制传染给其他子市场，甚至影响整个金融体系的稳定。作为金融体系中两大重要组成部分-资本市场与保险市场，研究资本市场与保险市场的互动发展及跨市场风险传导对于维护我国金融体系的稳定具有重要意义。

本文首先从理论上分析保险市场与资本市场互动发展的必要性，及两市场互动中可能产生的跨市场风险。接着分别从投资业务层面，投资型保险产品层面和资本融资层面分析我国保险市场与资本市场的互动现状。

在实证研究上，本文选取保费收入增长率和保险资金投资收益率来衡量保费收入和投资业务收入，选用上证综指收益率和中信全债收益率分别衡量股票市场和债券市场，运用 GARCH 模型族和 DCC-GARCH 动态相关系数分析保险市场与资本市场的互动性和风险传导性。结果表明，保险市场与债券市场没有显著相关性，保费收入与股票市场显著负相关，保险资金收益率与股票市场显著正相关。股票市场对保险市场的投资业务收入存在显著的风险传导效应，对保费收入没有显著的风险传导效应。

最后在对实证结果进行分析的基础上，结合我国资本市场与保险市场的互动现状，对中国保险产品的发展重点和保险资金风险控制提出相关建议。

**关键词：** 互动发展；跨市场风险；DCC-GARCH 模型

## Abstract

While the integration of financial markets is accelerating, the relationship between each market is increasingly closed. The risk of a single subsidiary market may spread to other markets through mechanism of action between each others, and even affect the stability of the financial system. As two important parts in the financial system -capital market and insurance market, the research on interactive development and conduction of the two markets is of great significance to maintain the stability of the financial system in our country.

At first, this paper theoretically analyses the necessity of the interactive development between insurance market and capital market and cross-market risk may be produced. Then it analysis interactive status between Chinese insurance market and capital market in the investment business level, investment-oriented insurance product level and capital financing level.

On empirical research, this article selects the premium income increasing rate and the return on investment of insurance funds to measure insurance business income and investment income, and it selects the return on the SSE Composite Index yield and return on Beacon of all debt index to measure the stock market and bond market. This paper using the GARCH model and dynamic correlation coefficient to analysis of interactivity and risk between insurance market and the capital market. The study shows that the insurance market is not significantly associated with a bond market, stock market investment in the insurance market plays a significant role in the business income of risk conduction. The stock market is no significant risk spillover effects of premium income.

Finally, on the basis of the analysis of the empirical results, combined with interactive status quo of China's capital market and insurance market, the paper makes some suggestions on main point of development on the insurance products and risk management of insurance funds.

**Key word: interactive development   Cross-market risk   DCC-GARCH model**

# 目录

摘要 .....	I
导论 .....	1
一、 选题背景及意义.....	1
二、 研究内容及框架.....	2
(一) 研究内容 .....	2
(二) 研究框架 .....	3
三 本文可能的创新及不足.....	3
(一) 可能的创新.....	3
(二) 不足之处 .....	4
第一章文献综述.....	5
第一节 保险市场与资本市场互动关系的文献综述.....	5
一 国外文献综述.....	5
二 国内文献综述.....	6
第二节 跨市场风险传导的文献综述.....	7
一 国外文献综述.....	7
二 国内文献综述.....	11
第二章 保险市场与资本市场互动及跨市场风险传导理论分析 .....	14
第一节 保险市场与资本市场互动的必要性 .....	14
一 保险资金与资本市场互动的必要性 .....	14
二 保险产品与资本市场互动的必要性 .....	16
三 保险融资与资本市场互动的必要性 .....	18
四 保险机构与资本市场互动的必要性 .....	19
第二节 保险市场与资本市场跨市场风险传导机制分析.....	20
一 跨市场风险的概念及理论基础.....	20
二 保险市场与资本市场跨市场风险传导路径分析 .....	21
第三章 我国保险市场与资本市场的互动发展现状 .....	27
第一节 投资业务的互动现状.....	27
一 保险资金运用渠道的政策变迁.....	27
二 保险资金运用结构.....	30

第二节投资型保险产品的互动现状 .....	31
第三节 资本融资的互动现状.....	33
一 保险公司入市.....	33
二 保险公司发行次级债 .....	35
第四章 保险市场与资本市场跨市场风险传导的实证研究.....	37
第一节 指标选择和数据处理.....	37
一 指标选取和数据来源 .....	37
二 描述性说明 .....	38
第二节 DCC-MVGARCH 模型的介绍 .....	39
第三节 实证模型的估计.....	41
一 序列平稳性-ADF 平稳检验 .....	41
二 Granger 因果检验.....	42
三 分差分析 .....	43
四 静态非相关系数.....	44
五 DCC-GARCH 模型估计 .....	45
六 实证结果分析.....	51
第五章 结论和政策建议.....	52

# Comment

Introduction.....	1
<b>1 Background and Significance of Topics .....</b>	<b>1</b>
<b>2 The content and framework .....</b>	<b>2</b>
(1) The content.....	2
(2) The framework .....	3
<b>3 The possible innovation and the inadequate .....</b>	<b>3</b>
(1) The possible innovation.....	3
(2) the inadequate .....	4
<b>Chpter 1 Literature Review .....</b>	<b>5</b>
<b>Section 2 The literature about interaction between insurance market and capital market.....</b>	<b>5</b>
1 Foreign literature review .....	5
2 Chinese literature review .....	6
<b>Section 2 The literature about Cross-market risk .....</b>	<b>7</b>
1 Foreign literature reviews .....	7
2 Chinese literature reviews.....	10
<b>Chpter 2 The insurance market and capital market interaction and cross-market risk conduction theory analysis.....</b>	<b>13</b>
<b>Section 1 The necessity of interaction between insurance market and capital market .....</b>	<b>13</b>
1 The necessity of interaction between insurance funds and capital market .....	13
2 The necessity of interaction between insurance products and capital market.....	15
3 The necessity of interaction between insurance financing and capital market ....	18
4 The necessity of interaction between insurance agency and capital market.....	18
<b>Section 2 The analysis about cross-market risk.....</b>	<b>19</b>
1 The concept and theoretical basis of cross-market risk .....	19
2 The theoretical analysiss about transmission of cross-market risk.....	20
<b>Chpter 3 The status quo about interactive development between the insurance market and capital market in China .....</b>	<b>25</b>



<b>Section 1 The status quo about interaction of investment business.....</b>	<b>25</b>
1 The policy about insurance funds investment.....	25
2 The structure of insurance funds investment .....	28
<b>Section 2 The status quo about interaction of Investment insurance product .....</b>	<b>30</b>
<b>Section 3 The status quo about interaction of insurance financing .....</b>	<b>32</b>
1 IPO of insurance company .....	32
2 Subordinated debt of insurance company .....	32
<b>Chapter 4 Empirical study about cross-market risk between insurance market and capital market .....</b>	<b>34</b>
<b>Section 1 Index selection and data processing.....</b>	<b>36</b>
1 Source of data and Index selection .....	36
2 Descriptive.....	37
<b>Section 2 The empirical model.....</b>	<b>38</b>
<b>Section 3 Empirical estimates of the model.....</b>	<b>40</b>
1 Stationary series –ADF test .....	40
2 Granger causality test .....	41
3 The gap analysis.....	42
4 Static noncorrelate coefficient .....	43
5 Estimate of DCC-GARCH model .....	44
6 Analysis of empirical result .....	49
<b>Chapter 5 The conclusions and policy recommendations .....</b>	<b>51</b>

## 导论

### 一、选题背景及意义

随着经济的发展和金融一体化的推进，保险市场与资本市场的融合发展已经成为一种趋势。现代保险市场与资本市场的融合早已不是简单的资金互动关系，而是金融体系结构性整合和发展的深化过程。保险资金入市，与资本市场相关的创新型保险产品的推出，巨灾风险证券化，综合型金融机构的产生等都是保险市场与资本市场互动发展的方式。

一方面，保险公司作为资本市场上重要的机构投资者，尤其是寿险公司，其资金具有大量性，稳定性和长期性特点，两市场的融合发展可以促进资本市场的完善。另外完善的资本市场也可以使保险公司更好的进行投资组合管理，降低投资风险，满足流动性需求。

另一方面，保险市场与资本市场的互动发展增加了金融监管的难度，在严格的分业经营模式下，同类金融机构由于业务范围和运作机制相差不大，因而所产生的风险性质基本一致，金融监管部门可以较为容易地设计管理标准和监控程序，有效地控制金融风险。但在保险市场与资本市场互动发展过程中，金融机构之间交易渠道和交易量都大大增加，使风险蔓延的可能性和破坏性大幅增强。

2008 年爆发的金融危机，首先是美国的资本市场出现次贷危机，然后风险在美国金融体系不同市场间蔓延，摧毁银行体系和保险市场进而破坏美国的实体经济，接着通过国际间资本项目和经常项目的流动影响其他国家的金融体系，最终导致全球经济的紧缩。美国国际集团（American International Group, AIG）由于受到金融海啸的影响，信用评级被调低，引致银行纷纷像其讨债，导致出现流动性风险。由于财务损失和股价下跌带来的巨大压力，AIG 不得不出售 AIG 私人银行，旗下从事机械相关保险业务的 Hartford Steam Boiler 和 AIG 在加拿大人寿保险业务。自美国次贷危机爆发，AIG 连续三个季度出现净亏损。AIG 例子可以看出，虽然风险最初出现在资本市场，但是由于随着金融一体化加剧，风险会通过两者的互动机制传导到保险市场，进而引发保险公司出现经营风险。

保险市场与资本市场的互动发展对金融发展和金融稳定而言，是一柄双刃剑，

既有积极有利的一面，也存在着不可忽视的风险。特别是随着保险市场与资本市场的互动日益紧密，互动形式日趋多样化和复杂化，互动过程中凸现的风险也越来越繁多与复杂。而国内对保险市场与资本市场的研究大部分关于保险市场是否应该与资本市场互动，互动的意义，互动的途径，以及互动过程的风险控制等。随着保险市场与资本市场的联系日益紧密，仅仅从理论上研究两者的互动是不够的。本文从理论上和实证上研究保险市场与资本市场互动发展，在互动中可能产生的跨市场风险，从而提出相应风险防范措施。实证研究保险市场与资本市场的跨市场风险传导对提高保险公司的风险管理水平，提高监管部门监管金融风险的水平，促进保险市场有效健康的发展，维护我国金融体系的稳定都具有重要意义。

## 二、 研究内容及框架

### （一）研究内容

本文从理论上和实证上研究保险市场与资本市场的互动发展以及跨市场风险的传导效应。各章节内容安排如下：

第一章对保险市场与资本市场的互动关系和跨市场风险传导的相关研究进行文献综述。

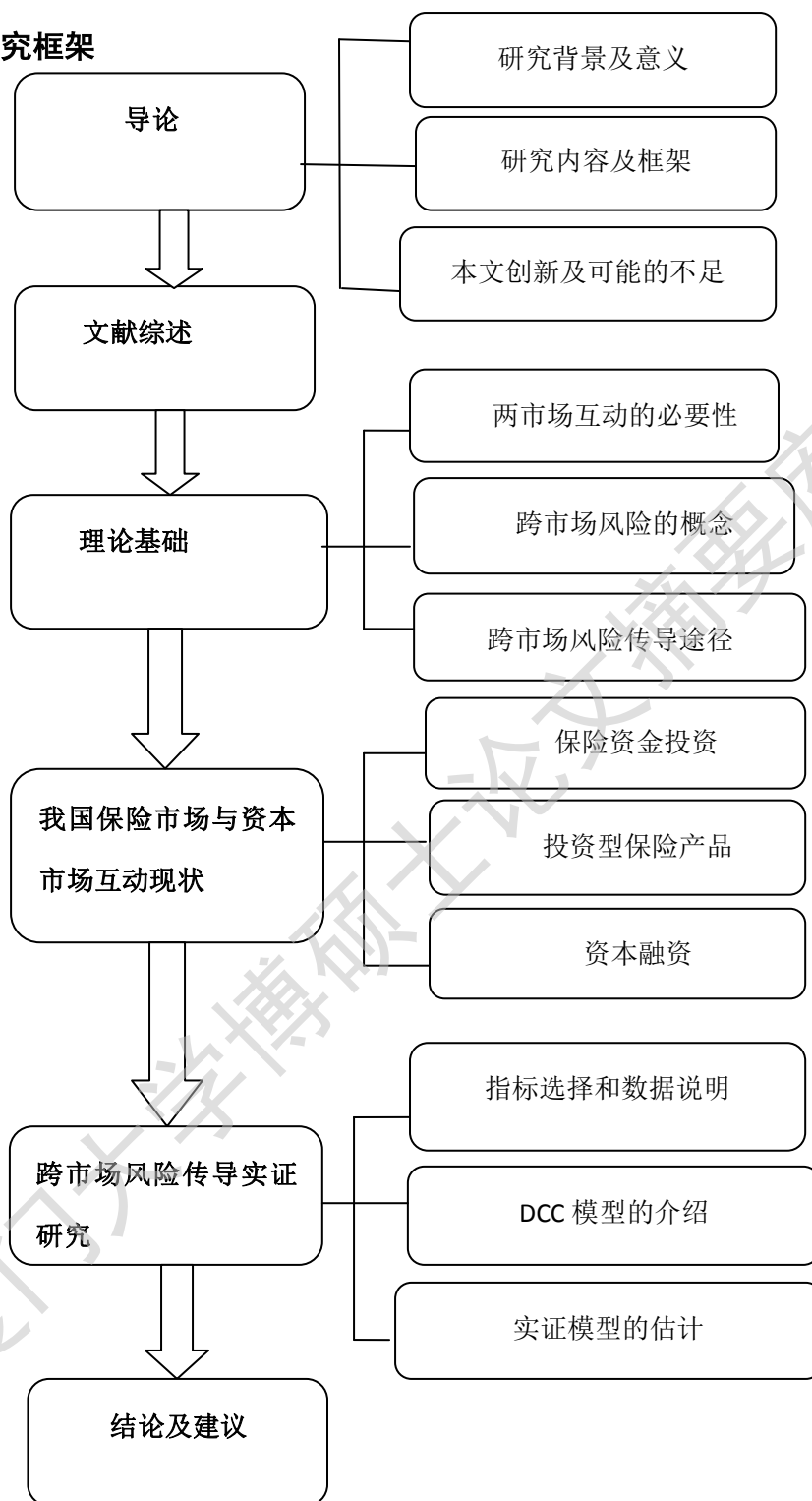
第二章从理论上分析保险市场与资本市场互动的必要性，跨市场风险的概念和理论基础，以及两市场互动中可能产生的跨市场风险。

第三章从保险资金投资，投资型保险产品和资本融资三个方面分析我国保险市场与资本市场的互动发展现状。

第四章从实证上研究保险市场与资本市场的互动性和跨市场风险传导效应。本章选用保费收入和保险资金投资收益率分别衡量保险业务收入和投资业务收入，选用上证综指收益率和中信全债收益率分别衡量股票市场和债券市场，运用 GARCH 模型族和 DCC 动态相关系数分析保险市场与资本市场的互动性和风险传导性。

第五章基于研究结论提出相应的政策建议。本章在对实证结果进行分析的基础上，结合我国保险市场与资本市场的互动现状，对中国保险业的未来发展重点和保险资金风险控制提议。

## （二）研究框架



## 三、 本文可能的创新及不足

### （一）可能的创新

1. 从研究内容来看：学者们对跨市场风险传导的研究主要集中于国际间金融

体系，资本市场与银行业之间，或者资本市场内部的各个子市场之间，较少有学者关注保险市场与资本市场之间的跨市场风险研究。本文在回顾已有研究的基础上，结合对我国保险市场与资本市场的互动现状，分别从理论方面和实证方面对保险市场与资本市场的跨市场风险进行研究。

2.从研究方法上看：国内研究大都集中在从理论层面上阐述保险市场与资本市场互动发展的必要性，并借鉴发达国家的发展模式提出我国保险市场与资本市场互动发展应采用的路径和风险管理方式。本文选用保费收入和保险资金投资收益率分别衡量保费收入和投资业务收入，选用上证综指收益率和中信全债收益率分别衡量股票市场和债券市场，运用 GARCH 模型族和 DCC 动态相关系数分析保险市场与资本市场的互动性和风险传导性。另外本文分别讨论了寿险保费收入和财险保费收入与资本市场的互动和风险传导，研究较全面。

## （二）不足之处

1. 本文主要研究误差分布为正态分布情况下的 DCC-GARCH 模型，然而在很多现实情况中，误差分布常常呈现非正态性，例如服从 t 分布、logistic 分布、GED 分布等，在以后的研究中可以扩展到这些范围。

2. 保险行业的资金投资收益率只有年度的，数据量不够。权宜之下，本文用三大保险公司加权资金收益率代表全行业的资金收益率，与真实情况有偏差，且由于上市公司的数据只有季度的，相对其他资本市场来说，保险市场的数据仍然较少，可能会影响到模型的实证结果。

3.理论分析和实证分析联系不够紧密。理论上，资本市场与保险市场存在互动性和跨市场风险传导。实证研究中，只有股票市场与保险资金投资收益率中存在显著的跨市场风险传导。希望在以后的研究考虑更全面的因素，找到更全面的数据，更好的阐述保险市场与资本市场的跨市场风险传导效应。

## 第一章 文献综述

关于跨市场风险传导的研究,大部分研究集中在资本市场的子市场间或资本市场和银行业的跨市场风险传导,对于资本市场和保险市场的则很少涉及。本章将从保险市场与资本市场的互动关系和跨市场风险传导两方面对相关研究做概述。

### 第一节 保险市场与资本市场互动关系的文献综述

#### 一 国外文献综述

国外的保险市场与资本市场的互动发展已经比较成熟,以 1929 年的美国金融现代法案为标志,西方国家已经走上金融混业经营模式的道路。由于保险市场与资本市场互动模式基本形成,现有的文献基本是关于保险资金运用的具体问题以及保险资金投资于资本市场的定量分析和相关的风险管理。

在保险资金运用方面,Gart & David (1994)<sup>1</sup>发现金融市场的完善,市场利率的上升和行业竞争的加剧促使保险资金投资渠道由银行存款转向证券投资,且比例日益提高。Alessi & Louis (1996)认为保险投资监管是对保险资金有效利用的必要保证。Crockford (1998)<sup>2</sup>发现保险资金运用途径的有效拓宽以及保单证券化等创新方式的出现对区域经济的发展起到了很好的推动作用。Morgan Stanley (2002)则提出资金运用是保险业的核心业务,没有资金运用就等于没有保险行业的论点。

在风险防范方面 Harrington (2009)<sup>3</sup>通过研究保险业在金融危机中与资本市场的互动和金融危机发生的原因,分析保险公司该如何防范系统性风险和监管机构未来该如何监管系统性风险。Jelena (2011)<sup>4</sup>基于市场经济发达的国家和塞尔维亚的国内金融市场,考虑保险公司资金投资现有和预期的行为模式,分析在全球金融危机背景下,资本市场对保险公司的投资组合的规模 and 结构的影响。结论是,后危机时期保险公司应根据长期财务状况,在更广阔的风险暴露下选择其最优的投资组合。

## 二 国内文献综述

国内关于保险市场与资本市场互动关系的研究大都集中在从理论层面上阐述两市场互动的必要性,并借鉴发达国家的发展模式提出我国保险市场与资本市场互动发展应采用的路径和风险管理方式。

理论方面主要有,吴敬琏(2000)<sup>5</sup>较早的描述了保险市场与资本市场相互发展的重要性及基础,对我国保险市场与资本市场对接方式提供了一个思路,但是没有论述具体的做法及风险控制措施。于殿江、周成建(2004)<sup>6</sup>通过对两市场互动发展的国际经验实践经验以及不同保险投资模式的分析,提出了我国可选择的融合路径。许莉(2004)<sup>7</sup>从实证角度分析了中国保险市场与资本市场的资金对接状况,指出我国保险市场与资本市场的资金对接呈现低级、不平衡的特征,资金对接的渠道狭窄单一,并就如何促进保险市场与资本市场在资金层面的良性互动提出了相应的对策建议。李娜(2005)<sup>8</sup>认为通过保险资金运用、投资型保险产品、巨灾风险证券化、保险公司上市和金融机构的融合等路径可使保险市场与资本市场互动发展。魏华林(2006)<sup>9</sup>从保险市场与资本市场融合发展的动因的微观基础出发,分析两者融合发展的成本-效益,以后融合后带来的有利之处和弊端,然后借鉴西方发达市场的互动经验提出中国保险市场与资本市场互动发展所面临的困难和条件。陈华等(2009)<sup>10</sup>通过比较美、英、日、德四国的对接模式发现,保险市场与资本市场的顺利对接需要资金、产品和制度对接三方面的和谐结合,认为现阶段寻求我国保险市场与资本市场对接模式,多层次资本市场体系的构建,资本市场投资环境的优化以及保险市场微观主体的培育是实现两市场协调互动的首要环节。张玉洁(2007)<sup>11</sup>对保险市场与资本市场互动关系进行理论分析的前提下,对发达国家保险市场与资本市场的互动关系进行分析。并在借鉴发达国家成功经验的基础上,通过分析我国保险市场与资本市场互动发展的现状及存在的问题和现实困难,结合中国实际情况,提出实现两个市场良性互动发展的路径选择和建议。黄蕤(2008)<sup>12</sup>分析了我国保险市场与资本市场互动中存在的风险,主要有资本市场失灵导致保险资源优化配置受阻,金融业内部风险传递效应,保险公司上市存在的风险和保险资金入市存在的风险等,并简单度量了我国保险资金运用存在的风险。

实证方面主要有,朱楚红,严建红(2001)<sup>13</sup>应用金融深化理论、金融创新

理论设计保险市场与资本市场的对接系统,并构建模型模拟保费收入的增长,预测由此带来的证券市场的增长和对国民经济的贡献率。张松(2005)<sup>14</sup>应用格兰杰因果关系检验对美国养老基金与资本市场的关系进行了实证研究,认为养老基金与资本市场只存在单项关系,即资本市场的发展促进了养老基金的增长,而养老基金的增长并非有效地推动资本市场的发展。张帅,申海(2011)<sup>15</sup>选取资本市场流通市场增长率和保险资金投资收益率时间序列模型代表资本市场和保险市场的发展,分析我国保险资金与资本市场之间 Granger 因果关系、长期均衡关系和短期波动情况,Granger 因果检验表明我国保险资金收益率与资本市场之间存在单向的因果关系,长期均衡变我国保险资金收益率与资本市场之间存在长期的同向变动关系,VEC 模型表明短期两者的波动存在一定的偏离。

还有一部分研究保险需求与资本市场的关系。主要有:许莉等(2012)<sup>16</sup>利用脉冲响应函数分析得到,股市波动从短期来看对寿险保费收入有负向影响,从长期来看对寿险保费收入有正向影响。

从上述文献可以看出,对于保险市场与资本市场互动关系的研究,国内研究大都集中在从理论层面上阐述两市场互动的必要性,并借鉴发达国家的发展模式提出我国保险市场与资本市场互动发展应采用的路径和风险管理方式。还要部分研究保险市场发展与资本市场发展,经济发展等相关关系。

## 第二节 跨市场风险传导的文献综述

国内外经济学家对跨市场风险传导的研究由来已久,研究标的大致分为两大类:一是不同国家金融市场之间的风险传导,二是一国金融体系内金融体系内各子市场之间的风险传导。

### 一、国外文献综述

#### (一) 国家间跨市场风险传导

国外学者对跨国金融市场的风险传导效应的研究较早,并取得了丰富的研究成果。主要是研究危机期间金融市场间的联动关系(co-movement)是否发生显著变化,来验证危机的传导效应。这类研究中,主要有以 Probit 模型为代表的条



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”. Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库